

## 経営者報酬とコーポレート・ガバナンスに関する一考察

著者	陳 塵
著者別名	CHEN Chen
雑誌名	東洋大学大学院紀要
巻	55
ページ	89-109
発行年	2019-03
URL	<a href="http://id.nii.ac.jp/1060/00010579/">http://id.nii.ac.jp/1060/00010579/</a>

# 経営者報酬とコーポレート・ガバナンスに関する一考察

経営学研究科経営学専攻博士後期課程3年

陳 塵

## 1. はじめに

近年米国では、経営者が高額な報酬を受け取る傾向が強まっていることが指摘されている。一方、報酬決定の過程には不透明な部分が多く、米国の経営者報酬の高額化に対して批判も高まっているからである。経営者報酬の高額化に対して、社会的に大きな関心が集まっている。このようなことを背景に、経営者に関する最適報酬制度の再構築が、コーポレート・ガバナンスの視点から緊要の課題となっている。本稿の目的は、経営者報酬の基本性格を分析し、その生成過程を追跡することを通じて、経営者報酬の意義役割、及び機能変化を明らかにすることである。

本稿では、まず、経営者報酬制度の変遷について分析する。また、従来のエージェンシー理論の限界と、近年の論点になっているレント獲得説に関する研究を概観していく。さらに、エージェンシー問題解決の手段としての経営者報酬とコーポレートガバナンスの関係を明らかにする。

## 2. 経営者報酬制度

### (1) 経営者報酬制度の生成

経営者報酬制度といえば、最も典型的に発展しているのは米国であると言われている。米国における経営者報酬制度は、米国特有の社会的・経済的基盤の上に生成されてきたものである。しかしながら、米国企業における経営者報酬制度の問題は、ただ単に米国固有の問題をなすものではなく、基本的には、経営者職能との関連において現代企業一般の共通する側面を有しているものと考えられる（菅野,1982）。従って、本稿は米国における経営者報酬制度という単なる特殊な問題の考察を行うに留まるのではなく、この制度の解明を通じて現代企業一般における経営者報酬制度の企業経営上の意義を同時に理解しようとするものである。

経営者報酬制度を解明しようとする場合、経営報酬制度の歴史的考察と現代の経営者報酬

制度の体系とその関連問題とを究明することが必要である。まず、株式会社制度の歴史的発展との関連において生成してきた経営者報酬制度について考察する。

経営者報酬制度が形成される一般的基礎は、株主会社の発展過程において「所有と経営の分離」が進行し、所有からの相対的独立性を強化した専門経営者の出現が一般化することを条件としている（菅野,前掲書）。しかし、19世紀においては、所有経営者たる企業家が主として経営の実権を握り、専門経営者は極めて少数であった（Roberts,1956）。つまり、所有経営者が相対的に大きな比率を占めている段階では、本格的な専門者の登場は見られず、従って、経営者報酬制度の基盤はまだ生成されていなかったのである。

しかも、タウシグ（Taussig F.W.）とバーカー（Barker W. F.）のアンケート調査によれば、1904年から1913年にいたる産業会社において、正規の報酬形態として95%以上が俸給のみを支給していたということを明らかにしており（Taussig・Barker,1925）、また、その当時の大会社における経営者の平均年間所得は1万ドル以下であった（Roberts,前掲書）。即ち、同時に専門経営者の報酬は俸給を主とした契約賃金の枠を出ることなく、その報酬水準も決して高いとはいえなかったのである。それ故に、専門経営者の報酬は企業の利潤との関係性が薄く、社会的関心事として重視されることはなかったのである。

ところで、米国における産業の発展は、南北戦争を契機として、特に1880年代以降従来の地方的・分散的農業社会から急速に全国的な大産業国家へと変質していったのであるが、その中核的役割を果たしたものは、株式会社の急速な発展であった。株式会社の巨大化のプロセスで株式所有の分散が進展すると共に、個々株主は高い持分比率を保てなくなり、会社を支配する力を失ってしまう（バーリ・ミーンズ,1932）。また、当時の大量生産・大量消費、それに伴う起因する企業経営の専門化・複雑化に伴って、科学的、専門的な知識の能力が必要となる。専門的な知識のない株主には対応できなくなり、必然的に専門経営者の登場が要請されてくることになるのである（バーナム,1941;チャンドラー,1977）。更に、巨大な株式会社における専門経営者の比率が高くなっていったという指摘もある（Patton・Motivation,1961）。つまり、株式所有の分散が進展した大規模株式会社においては、企業経営は極めて複雑になり、専門経営者の登場が一般化したのである。

そこで、所有経営者に対する専門経営者数が相対的に優位に立ち、自らの報酬を自ら発案し、自らその選任を確保した取締役の承認を得ることによって決定されるわけで、実質的には自己の報酬を自らの主張によって獲得できる地位を確立したのである（菅野,前掲書）。その結果、専門経営者の報酬が、経営者の独自化の程度に照応して、契約的賃金形態から利潤取得的報酬へと変容していくことになる（片山,1957）。つまり、専門経営者は、自己の職能遂行に対する固定的契約報酬のみならず、それ超えて企業利潤を求めようとする。これは、経営者報酬制度生成の基本方向を見いだすことができるのである。

経営者報酬制度は、株式会社の発展による株式分散の高度化、経営者職能の独立化、及び

報酬利潤参加という実態の進行に照応して発生してきたものである。経営者報酬制度の歴史変容は、結果として、多様な報酬制度を生み出すにいたった。

多種報酬制度 (multi-element compensation plans) とも呼ばれている (Roberts, 前掲書)。経営者報酬制度を全体として把握しようとする場合には、経営者報酬制度を構成している各種の要素的制度を理解することが必要である。次に、経営者報酬制度の枠組みについて検討してみる。

## (2) 経営者報酬制度の枠組み

経営者報酬制度は、各種の要素的制度によって構成されているのであるが、ホール (Hall C.A.) によると、それらの制度は、報酬の種類、報酬の取得時点及び税法との関係を基準としてそれぞれ次のように分類されている<sup>1)</sup>。

1) 標準的基準による分類 (classification according to standard bases) は、主に報酬制度は俸給、ボーナス、利潤分配、選択権付株式購入、株式購入および退職制度などに区分されている。

2) 取得時点による分類 (classification according to time of receipt of compensation) は、サービス提供の結果に対する報酬の取得時点を基準とした方法であるが、それによると、報酬諸制度は、即時支給制度また据置き支給制度のいずれかに区分される。即時支給報酬制度は、サービスが提供された後に即時に現金または株式によって報酬が支払われる制度である。即時支給報酬には、俸給、即時支給ボーナス、即時支給利潤分配、選択権付株式購入、株式購入などの諸制度が挙げられる。これに対して、据置き支給制度は、サービスが提供された後、数年から退職後まで報酬が繰延べ支給される制度である。据置き支給制度には、据置き支給ボーナス、据置き支給利潤分配、退職制度などの諸制度が挙げられる。

3) 税法の保護規定による分類 (classification according to tax status) は、内国歳入法 (internal Revenue Code) 165条 (a) 項の条件に合致していると認められる適格制度 (qualified plan) と合致していると認められない (nonqualified plan) と区分されている。適格制度は据置き支給制度に限定されているが、それには、据置き支給ボーナス制度、据置き利潤分配制度、退職制度の中のフォーマル退職制度が含まれている。

また、ベルチャー (Belcher D.W.) は、総報酬 (total compensation package) は組織的行動の異なるタイプを動機付け、専門経営者及び管理者の違った要求に応じるために役立つ個別的諸要素から成り立っているとして、次のように分類されている<sup>2)</sup>。

1) 俸給報酬 (salary compensation) は、総報酬の基本的かつ重要な制度であり、それは、生活水準の主要な決定、地位の測定、報酬比較の適切な単位、適任性、およびある場合には他の報酬制度の測定尺度として用いる場合の基準となるものである。

2) インセンティブ報酬 (incentive plans) は、俸給報酬を優れた動機効果によって補

強し、その上、モチベーションとしての俸給の弾力性を補足し、また、累進税制のインパクトを緩和することによって俸給の効果を高める制度である。この制度にはボーナス制度、選択権付株式購入制度および株式購入制度などが含まれている。

3) 保護報酬 (protective compensation) は、一般に個人の生涯にわたる所得カーブを均衡化することによって、経営者を含めた全従業員の保護を意図する制度である。この報酬は年金制度、据置き報酬制度及び保険制度から成り立っている。

4) 間接的報酬 (indirect compensation) は、個人によって自己自身のために取得される利得ではなく、会社によって提供され、受益者の所得に間接的に貢献する報酬である。この報酬は、休暇、保健衛生、レクリエーション機関の提供、経営者のために提供される食堂、自動車、飛行機、特別な駐車場などに関する利得などによって成り立っている。

以上において、経営者報酬諸制度の概要について述べてきたが、それらの制度は非常に多様化していることが分かる。経営者報酬は、もともと俸給とボーナスが主体であったが、十分なインセンティブの手段ではない (菅野, 前掲書)。そのため、経営者は企業価値を向上させるために積極的にリスクにチャレンジする行動をとらず、在任期間を平穩に過ごす経営者が多かった。そこで、企業業績や企業価値の向上が経営者自らの報酬に結びつくようなインセンティブを有する報酬制度の設計が必要になったのである。次は、経営者報酬の変遷について見てみる。

### (3) 経営者報酬の変遷

#### 1) 報酬水準の変化

米国における経営者の報酬水準の推移は、図1が示されるようになる。

1940年中頃までは減少し、1970年代から経営者報酬は徐々に上昇し始めた。その後、経営者報酬の水準には、いくつかのピークを観察されうる。1990年代初頭と2000年代のピークである。前者は、1980年代を通じて経営者報酬の水準が増加したことと、1980年代末から1990年代初頭にかけての米国の景気の下降を契機とし、経営者報酬の水準が減少したのである。後者は、1990年代を通じて経営者報酬が急増したことと、2000年代初頭のエンロン事件などの企業不祥事を契機とし、経営者報酬の水準が減少したのである。

経営者の報酬水準は、歴史的には、米国経済の成長と企業収益の向上とに照応して増大してきたのであるが、それは、具体的には、公的な諸規制や税制上の措制などの他律的制約条件のもとで報酬ミックスの変化によって実現されてきたものである。

#### 2) 報酬ミックスの変化

図2が示されたように、米国における経営者の報酬ミックスは、1940年代まで、ほとんど基本給及び年度利益に連動したボーナスによって占められていた。このような報酬ミックスは、経営者に会社の規模を非効率に拡大し、年度利益を増加させるインセンティブを与えた



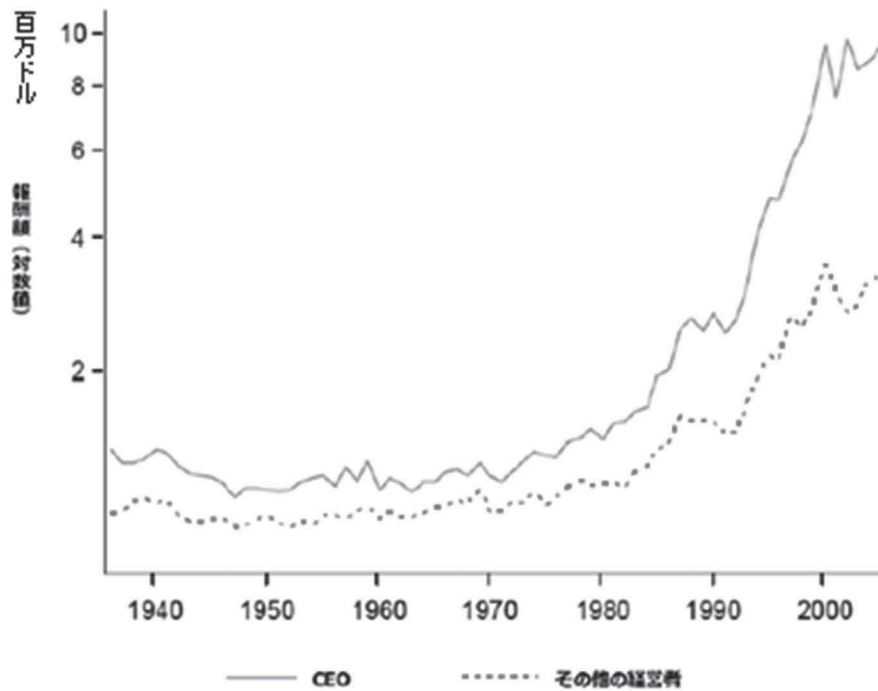


図1 米国の経営者報酬の推移

注：その他の経営者とは、CEOを除く報酬額上位3名の経営者を指す。

出所：Frydman and Jenter (2010) より。

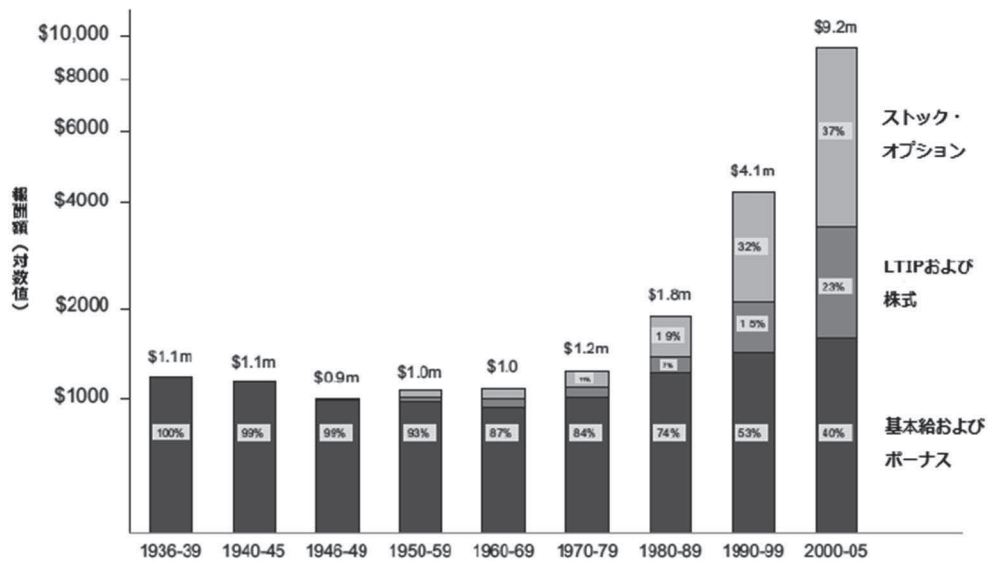


図2 米国企業における報酬ミックスの推移 (1936年—2005年)

出所：Frydman and Jenter (2010) より。

が、会社の価値を高め、株価を上昇させるインセンティブを与えるものではなかった。そのため、経営者は企業価値を向上させるために積極的にリスクにチャレンジする行動をとらず、

在任期間を平穩に過ごす経営者が多かった。そこで、企業業績や企業価値の向上が経営者自らの報酬に結びつくようなインセンティブを有する報酬制度の設計が必要になったのである。

1980年代に入り、シャंक・ボントを用い他企業買収手法の開発とともに敵対的企業買収が盛んになると、経営者報酬ミックスにも変化が現れる。買収が成功した場合、被買収会社の経営者の自社株式保有割合を高めることによって、企業価値向上のインセンティブを与えることが目指された（伊藤,2013）。また、機関投資家も、ストック・オプションなどのエクイティ報酬の積極的な利用によって、経営者報酬と企業業績を連動させることを求めるようになった。その結果、1980年代を通じて報酬ミックスの中に占めるエクイティ報酬の割合が増加した。その後、1990年代からエクイティ報酬の割合が急増し、47%に達した。

図3が示されたように、1992年からずっとストック・オプションが増えていって、2000年が最高額になった。ここでエンロン事件が起き、その後、SOX法が入ってきてこれまでは費用ゼロであったストック・オプションの会計上の費用計上が義務づけられる「ストック・オプション会計」が始まった（澁谷,2018）。そのあと、ストック・オプションの費用計上が義務付けられたことや、ITバブルの崩壊も含めて株価も低迷した関係で、リストラクテッド・ストック<sup>3</sup>に置き換えるといった動きがずいぶん増えた。2002年から2008年にかけてこのリストラクテッド・ストックが増えたことで、リーマン・ショックが起きていた。その後、ドッド法・フランク法が成立し、経営者報酬規制がかなり厳しくなっている。

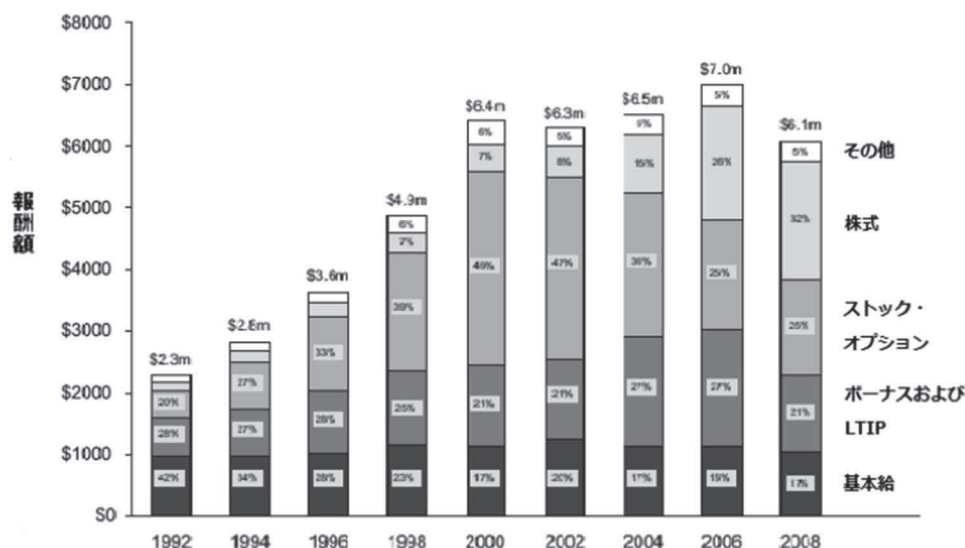


図3 米国企業における報酬ミックスの推移（1992年—2008年）

出所：Frydman and Jenter（2010）より。

図4は2009年から2014年にかけて米国のCEO報酬ミックスの変化を示しているものである。米国では、リーマン・ショック後に経営者の高額報酬に対する批判を受け、報酬決定の強制

力はないものの、株主が株主総会で経営者報酬について発言できる「Say on Pay」が始まり、株主より報酬制度について意見をもの申すようになった。その関係で、業績に連動しづらいリストラクテッド・ストック・ユニット（RSU）ではなく、業績達成条件をつけた「パフォーマンス・プラン」が推奨され、急増してきた。現在、米国では経営者報酬制度の中で、この「パフォーマンス・プラン」が中心になっているのである（澁谷,前掲書）。

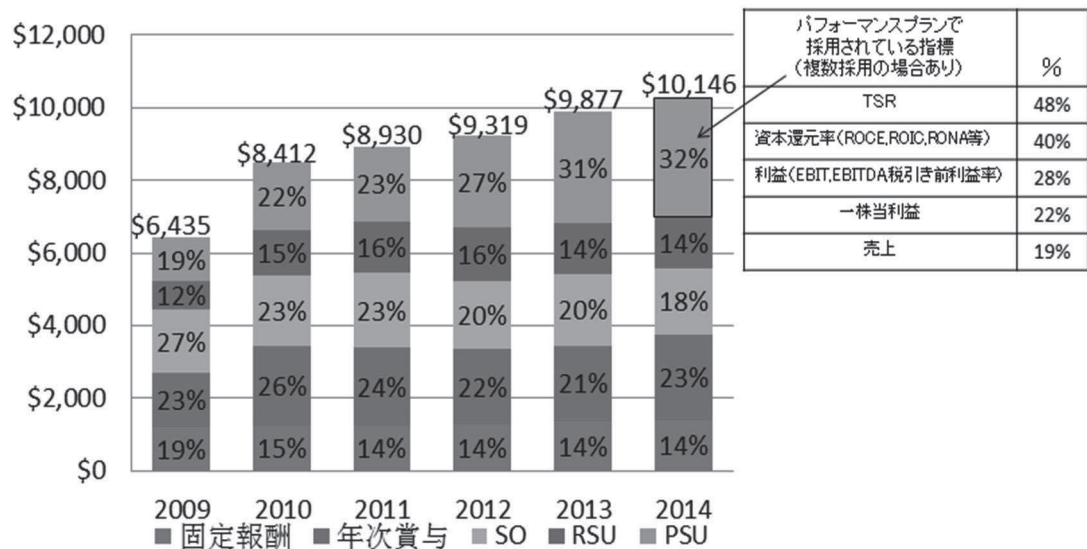


図4 米国 CEO 報酬ミックス

出所：2014 年度米国ペイガバナンス調査 S&P500 CEO 報酬調査

さらに、2014年の時点でみれば、経営者の基本報酬が金額ベースで全体の14%、年次賞与が23%、長期インセンティブ・プラン（Long-Term Incentive Plan：以下,LTI）に基づく報酬が64%となっている。しかも、2009年から、経営者の報酬ミックスにおけるLTIの割合は増加傾向にある。つまり、米国においては、固定的な基本給与は極めて低く抑えられたものの、ストック・オプションやリストラクテッド・ストックやパフォーマンス・プランといったエクイティ報酬が報酬ミックスにおいて大きな比重を占めた。結果として、経営者に巨額の報酬を与えるという構造になっていたのである。

総じて、1990年代において大きなシェアを持ったのはストック・オプションであった。だが、オプション価値の最大化を狙った過度の株価引き上げが、エンロン事件を引き起こしたことから、リストラクテッド・ストックといった、より長期にわたる業績評価が主流になった。しかし、リストラクテッド・ストックは、業績との連動性が弱だけでなく、保有シェアを拡大した機関投資家にとって、リーマン・ショックなどにおいては保有株式を売却できない、というリスクも高まったのである。結果として、TSRやEPSなど業績に直結するパフォーマンス・プランの導入が進められることになったのである。



近年、米国では、経営者が高額報酬を受け取る傾向が強まっていることが指摘されている。しかし、米国における経営者報酬の決定の根拠には不透明な部分が多く、経営者報酬の高額化に対する批判が強まった（中村,2013）。同時に、この問題は研究者の関心を惹きつけ、多くの研究も発表された。次に、経営者報酬に関する先行研究レビューを行うこととする。

### 3. 経営者報酬に関する先行研究

#### （1）経営者報酬を巡る 이슈

米国では、1990年代初頭に経営者の報酬に関する規律の整備が行われた後、経営者報酬に関する学界での議論は、一時沈静化した（伊藤,2013）。しかし、前節まで見てきたように、米国では1990年代に、経営者報酬は増加の一途をたどることになる。これは、主にエクイティ報酬の占める割合が増加したことである。

本来ならば、エクイティ報酬を与えられた経営者は、自社株を低価格で買う権利を得て、市場での株価がストック・オプションの権利行使価格を上回れば、経営者は株式を売却し、キャピタル・ゲインを得ることである。エクイティ報酬を導入することで、経営者は自らの利益を得るために、株価を高めるような経営を行うことになるのである。株価を高めるような経営者の行動は株主にとっても好都合である。ここに経営者と株主の利害が一致する業績連動型の経営者報酬システムができ上がったのである。

だが、経営者の報酬ミックスが主にエクイティ報酬で構成されるようになったことで、経営者は敵対的買収よりもはるかに、自社の株価の短期的な動向に関心を向けるようになる。そして、エクイティ報酬によって、経営者が公認会計士などのゲートキーパーに対して、短期の市場操作を指示するような働きと圧力も強まる。エンロン事件やワールド・コム事件で見たように、オプション価値の最大化を狙った過度の株価引き上げや、ストック・オプションなどを通じて取得した自社株を高値で売却して報酬額を嵩上げする経営者が現われたり、ストック・オプションの不正会計処理が噴出したりしたのである。一方で、役員の高額報酬に対して批判も強まり始めたのである。

また、2008年には金融機関以外の業種でも、例えばモトローラの経営者が年間約100億円、ウォルトディズニー・プロダクションの経営者が約44億円といった桁外れな役員報酬を得ていた。ここで問題とされるべきは、企業業績と無関係に高い報酬が支払われていることと、経営者が自らの報酬額に大きな影響を与えていることである（中井,2010）。

さらに、2008年のリーマン・ショックに端を発する金融危機では、当事者のリーマンブラザーズの経営者がそれまで、高額な報酬を受け取っていた、メリルリンチ、ゴールドマンサックス、モルガンスタンレーなどの政府から支援を受けて再建や非買収途上にある金融機関のCEOが、それら企業の株式投資収益率が大幅なマイナスであるにも拘らず、莫大な役員報酬を受け取っていた（それぞれ年間約83億円、54億円、41億円）ことが明らかになったの

である（久保,2010）。

ここまで見てきたように、理想的な報酬制度が達成できているとは言い切れない事実も確認できた。それらの事実は、経営者報酬が不適切な体系になっていることを示しているのであらうか。次では、始めに古典的エージェンシー理論の限界を紹介し、さらに近年の学説であるレント獲得説について分析していくことにする。

## （２）エージェンシー理論

エージェンシー理論は、スペンスとゼックハウザーの論文（Spence,M. and Zeckhauser,R.,1971）により提起された。その論文で示された保険会社と被保険者の間にプリンシパル・エージェント関係の原型を見出すことができる。この理論に基づいて、ロス（Ross,S.A,1973）の論文では、契約の不完備性や社会的機会原価が存在する現実の世界では、エージェントとプリンシパルの互いの利益最大化を同時に満たす最善策が成立しえないことが示された（岡村,2013）。

これらの成果を踏まえて実際の企業経営にエージェンシー理論を援用し、実証的エージェンシー理論を作りあげたのが、ジェンセンとメックリング（Jensen, M.C. and Meckling,W. H.）の共同論文“Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”（1976）である。この理論では、エージェントとプリンシパルの関係を初めて現実の世界、特に企業経営の場に適用し、現実にはエージェントとプリンシパルの関係の中で派生する問題がいかん認識され、いかなる解決方法がとられているのかの説明を試みるものである。エージェンシー関係とは「ある個人または複数の人（プリンシパル）が、他者（エージェント）に幾らかの権限を与えることによって自分の代わりに行動させること」（Jensen,2000,p.137より）というものである。

また、エージェンシー理論では、アドバースセレクションとモラルハザード問題もとり挙げられている。これらの問題は、プリンシパル・エージェント間で利害が異なり、そして不利益を被るリスクを回避するようにエージェントが行動することが原因される。エージェンシー理論はこの２つの問題を説明するために形成されていったとみても過言ではない。

このようなプリンシパル・エージェント関係の下でのアドバースセレクションとモラルハザード問題がとり挙げられている。これらの問題は、プリンシパル・エージェント間で利害が異なる問題を克服するためのエージェンシー理論では、ジェンセンとメックリングの論文によって規範的アプローチと実証的アプローチに類型化された。ジェンセンは実証的エージェンシー理論で、想定する「プリンシパル・エージェント」関係は、具体的に株主（プリンシパル）と経営者（エージェント）との間の関係として把握されるようになった。

プリンシパル（委託人）である株主とエージェント（代理人）である経営者の利害は必ずしも一致せず、しかも両者の情報非対称が存在しているので、経営者は常に株主の不備に付

け込んで非効率に行動する可能性がある。また、情報の非対称性により、株主と経営者の間で、現実には将来起こりうるだろうすべての状況を読み込む完全な契約を作るのは非常に難しく、契約は不完備なものになるのである。

この情報の非対称と契約の不完備性（the incompleteness of the contracts）がエージェンシー問題を生み出す。このような経営者の非効率な行動を事前に抑制し、効率的に経営させるために、企業経営者を統治する方法が必要となる。それは株主と経営者との利害を一致させるために、株主が経営者の報酬制度を利用して経営者を所有経営者化する形でインセンティブを与え、経営者に自己統治させる方法である。

### （3）レント獲得学説

レント獲得説の基本的な考え方は、脆弱なコーポレート・ガバナンスが非効率な分配を可能にし、経営者報酬の高額化をもたらしたというものである（中村,前掲書）。Bebchuk and Fried（2004）は、株主の「番犬」としての取締役会や報酬委員会が形骸化することによって、経営者が自らの報酬を決定するような状況を生み出していると指摘している。その結果、報酬が高額化するとともに、ストック・オプションや制限付き株式、退職金、年金、特権といった、価値の評価や観測が難しい報酬によってレント獲得が行われていると主張している。

また、Kuhnen and Zwiebel（2009）は、過度なレント獲得が解雇につながるという制約の下で、経営者自らが報酬を決定するモデルを提示している。このモデルの均衡では、2つの要因によってレント獲得が発生することになる。1つは、解雇費用である。現在の経営者を解雇するには、手続きや新たな経営者の採用等の費用が発生する。もう1つは、潜在的経営者のレント獲得である。現職の経営者を解雇したとしても、新たに採用した経営者が同じようにレント獲得を行う可能性がある。したがって、これら2つの費用と現職の経営者にレントを与える費用を比較して、現職の経営者にレントを与える費用の方が低い場合、レント獲得が黙認され、経営者報酬が高額化すると指摘している。

即ち、レント学説は情報非対称性を前提にし、経営者が権限・地位を利用し、自らの報酬を決めることによって、レントを獲得していると指摘している。

一方、Holmström and Kaplan（2001）やHubbard（2005）は、レント獲得説に対して批判したのである。1970年代以降にコーポレート・ガバナンスが脆弱化した事実はなく、むしろ、この間にコーポレート・ガバナンスは強化されてきた。したがって、彼らは、コーポレート・ガバナンスの脆弱化によって経営者報酬の急激な上昇を説明することは難しいと主張している。

また、Acharya and Volpin（2010）やDicks（2010）は、経営者市場が流動的であれば、有能な経営者を巡る獲得競争が起きる。このとき、脆弱なコーポレート・ガバナンスの企業が経営者に高額な報酬を与えると、頑健なコーポレート・ガバナンスの企業の経営者が転職

したときの価値が上昇する。外部オプションが上昇した有能な経営者を留めておく為には、コーポレート・ガバナンスが頑健な企業も経営者報酬を増額せざるを得ないと指摘している。即ち、コーポレート・ガバナンスが強化された企業においても経営者報酬が上昇するのである。

このように、コーポレート・ガバナンスは強化或いは脆弱化にも関わらず、経営者報酬が上昇することが見られるのである。そこで、経営者報酬とコーポレート・ガバナンスとの間にどのような関係が存在しているのかを次で分析してみる。

#### 4. 経営者報酬とコーポレート・ガバナンスとの関係

##### (1) コーポレート・ガバナンスの問題提起

コーポレート・ガバナンスに関する議論は巨大な株式会社の成立をもって本格的な議論が始まった。株式会社の規模が大きくなり、株式所有の分散が進行し、経営活動が複雑になると、株主が会社を支配する力を実質的に失い、経営者による強大な権利行使、横暴化が目立つようになるという問題が発生していると議論がなされた。そうした議論はバーリ＝ミーンズが1932年に発表した“The modern corporation and private property”であった<sup>4</sup>。

バーリ＝ミーンズによれば、生産に供される財産の大衆的集団化であり、それに伴い個人の意思決定や支配が低下し、積極的経営と富が広範囲に分離する。すなわち、所有者である株主は無力になった。そして、株主の（投票）は各企業の株主数が増加するにつれ、重要でなくなり、さらに会社が巨大化するとその重要性は無視できるほどに小さなものとなる。株主数が増加するにつれ、各自が意見を表明する余地は極端に小さくなる。結果的に、株主は会社という富を消極的な投資として保有するようになり、経営者が会社を支配する。これは、株主に代わって、経営者が実質的な支配権を手握られてしまうということを最初に示した文献である。そこでの命題は所有と経営の分離がもたらした結論として、株主の利益を代表するため、理論的には株主が選んだ取締役会であるにもかかわらず、彼らに対して株主はどのような形であっても、効果的な統制ができなくなったというものであった（Adrian Cadbury, 2003）。株式所有の分散が株主の力を弱体化させることにつながったというのが、その論拠であった。

また、所有と支配の分離を引き起こすもう1つの要因として注目されたのは、経営者の能力が社会的に希少な資源であるということであった。巨大な会社を経営するためには多数の専門経営者が必要であり、仮に株主が経営者の判断に不満を持ったとしても、交代できるだけの能力を持った経営者のチームを探し出すことは困難であり、彼らに支配権が集中せざるをえないという議論も出てきた。バーナム（Burnham）はこの現象を「経営者革命」と呼んだ。バーナムは、株主に取って代わって、経営者が社会の富を支配する経済的な力を握ることとなったと主張している。そして、経営者が実質的な会社の支配権を握ってしまい、経



営者は自らの集団の利益を追求しているとした (Burnham,1941)。

こうした所有と支配の分離の議論は、1960年代後半から急速に廃れていく。1960年代後半にアメリカで起こったコングロマリット・ブームを通じて、委任状を集めることなく経営者を解任する方法が見出された。経営者は株主の意向に沿わない経営を行った場合には、株価は低下する。そのような会社の株式を市場で買い集め、現在の経営者を解任し、株主の意向を汲んで経営者を任命することができる。このような買収者が出現すると、経営者はその地位を維持できなくなる。経営者は株主の意向を無視できないようになった。このような現象が、経営者革命と対比させて「株主反革命」と呼ばれたものである (Manne,1965)。

即ち、所有と支配が分離されている株式会社において、如何に株主の利益に沿い、経営がなされるという問題と、経営者の権限濫用に対してどのようなコントロール・システムを構築するかという問題に対応できる。「所有と経営の分離に伴う弊害にどう対応するか」という問題として、コーポレート・ガバナンスが取り扱われていたのである。次に、コーポレート・ガバナンスの定義について分析する。

## (2) コーポレート・ガバナンスの概念規定

ガバナンス (governance) という術語は政治学・行政学において国家統治を示す術語として古くから使われている。経営学においてはアダム・スミス (Adam Smith) の『国富論』において企業経営者の行動に対して警告を指摘していた。バーナード (C.I. Barnard) やサイモン (Herbert A. Simon) らの古典にも見られるが (青木,2016)、コーポレート・ガバナンス (corporate governance) という術語で最初に見られるのはウィリアムソン (Oliver E. Williamson) の『資本主義の経済制度』であろう (菊池,1997)。コーポレート・ガバナンスの意味についても、様々な定義がなされている。それは、コーポレート・ガバナンスの問題の解明するため、経営学以外に、経済、法律、会計、金融、証券、財務、労働など独自の角度からの接近が展開されている。

経営学の分野においては、コーポレート・ガバナンスには、2つの意味と2つの問題がある。1つ目は、「企業とステークホルダー (stakeholders) との関係」という意味である。この意味で使うとき、「企業は誰のもので、誰のために経営されるべきか」が問題とされる。1つ目の意味は、「経営者の経営活動を監視・監督する仕組」である。この意味で使うとき、「経営者の経営に対する監視・監督は誰の立場からなされるべきか」が問題とされる (平田,2001)。

即ち、企業は株主のために経営されるべきであるとすれば、経営者は株主の利益を計りながら株主価値の向上を目指して経営しているかどうかを、株主の立場から監視・監督する仕組みを作り、それを監視・監督するのが、株主至上主義型 (Stockholder Theory) ガバナンス<sup>5</sup>である。つまり、株主と経営者との間の支配とコントロールを巡る問題として扱われて



いる。これに対して、企業は株主を含む諸ステークホルダーのために経営されるべきであるとするれば、経営者は諸ステークホルダーの影響力の調和を計りながら企業価値の向上を目指して経営しているかどうかを、ステークホルダーの立場から監視・監督する仕組みを作り、それを監視・監督するのが、ステークホルダー型（Stakeholder Theory）ガバナンス<sup>6</sup>である。つまり、単に株主と経営者との関係（両者の利害の不一致の問題）のレベルにとどまらず、より広範な諸ステークホルダーの間の公正・公平なバランス（それぞれのステークホルダーが担った貢献やリスク、受取る便益・効用等）を配慮し、それらの利害調整を計るという問題として扱われている。

アメリカでは、1970年から1980年代を通じて経営支配者に関する市場（M&A市場）と年金基金やミューチュアル・ファンドを含む機関投資家株主が台頭し、経営者の企業支配力の総体的弱体化によって、経営者が本来の経営権限委託者である株主の利益最大化を経営目的とするように仕向けられてきており、機関投資家である株主と連携した独立した社外取締役が、経営を具体的に執行する専門経営者を監視・監督するというコーポレート・ガバナンスの形が確立されたことから、「企業主権者、すなわち企業所有者は株主であり、株式会社は株主の利益を最大にするように統治されねばならない」という、株主重視経営、或いは株主主権の立場が確立されている（土屋・岡本,2003）。

他方、19世紀から20世紀初頭にかけて大規模化したドイツ企業においては、如何にして企業としての一体化を維持し、従業員から忠誠心を獲得するかが課題となっていた。1960年代後半以降のドイツ経済停滞期に政権を担った社会民主党（SPD）は、労働組合の支援を受け、従業員の経営参加を積極的に推し進め、SPD首班政権が成立すると、すべての大企業において業務執行機関である取締役を監督する役割をもつ監査役会での労働者側の経営参加を求める動きが高まり、1976年には『共同決定法』（Mitbestimmungsgesetz）が制定された。この『共同決定法』により従業員2千名以上の会社において、監査役会は株主代表と従業員代表が半数によって構成されなければならない、その帰結として成立したのが、現在のドイツにおけるトップ・マネジメント機関である（山懸,2009）。つまり、ドイツでは、株主と従業員が中心的ステークホルダーとして捉えられている。さらに、日本企業においては、従業員、株主、銀行、取引業者、顧客、地域社会など利害関係者全体を意識した諸ステークホルダーを重視するコーポレート・ガバナンスであった（玉木,2012）。

ここまで見てきたように、アメリカでは、株主主権による経営であり、株主重視経営が貫かれていると思われる。これに対し、ドイツでは、企業は株主と従業員のものという二元的所有のイメージが強く、日本では、従業員、株主、メインバンク、取引先、地域社会のものという多元的なイメージが強いとされる。つまり、コーポレート・ガバナンス問題は、株主対経営者の構図だけで説明しきれるものではなく、諸ステークホルダーのパワー・バランスをも考慮に入れた検討すべきであるという見解もなされている。

しかし、ステークホルダーを重視するコーポレート・ガバナンスの問題点は、明確な作動基準が存在せず、どのステークホルダーが最も重要かなどあいまいな点が多く、経営者に多大な裁量権を与えることにある。そこで、ステークホルダー理論を用いながら経営者の意思決定をコントロールし、自由裁量の部分を縮小させるような1つの規準を設定する必要があるが、その際、全てのステークホルダーを「投資家」として把握すれば1つの次元で捉えなおす事が可能になり、理論の明解化の一助になると指摘された（黒川,2013）。

また、コーポレート・ガバナンスの目的は、理論的には、株主主権が前提とされる場合には、株主価値の向上に求められ、それともステークホルダーが前提とされる場合には企業価値の向上に求められることになる。しかし、実践的には、ステークホルダーが前提とされる場合にも、コーポレート・ガバナンスの目的が株主価値の向上に求められることはあり得ると指摘された（平田,2008）。

さらに、コーポレート・ガバナンス議論がさかんに行われている。一般的に「企業統治」と日本語に置き換えることができるが、その内容は多様化しすぎている現状がある。取締役会の改革、社外取締役によるチェック、意思決定の仕組み、ステークホルダーとの関係というように幅広い範囲に達している。しかし、その割にについては語弊があるかもしれないが、最終的には「株主重視」という結論に行きつく傾向があると指摘された（篠部,2001）。

以上述べたように、コーポレート・ガバナンスの定義は概ね2つの説に分かれている。

1つは、狭義のコーポレート・ガバナンスは、株主と経営者との間の支配とコントロールを巡る問題として扱われている。これに対して、広義のコーポレート・ガバナンスをめぐる議論は、単に株主と経営者との関係（両者の利害の不一致の問題）のレベルにとどまらず、より広範な諸ステーク・ホルダー（利害関係者）との関連を含めて、展開されるようになってきている。つまり、企業の利害関係者（ステークホルダー）である株主、従業員、顧客、地域社会、取引企業などのステークホルダーの利益を重視し、それらの利害調整をはかるステークホルダー・ガバナンスという見解である。

しかし、ステークホルダー型理論に立つ根拠、逆に代表的学説である株主理論に立たない理由は何か。また、ステークホルダー型理論は企業観としてはどう位置づけられるのか。さらに、ステークホルダー型理論では株主も含めた様々な利害関係者の利害調整の必要があるが、それは誰がどういう規準ですか、利害が衝突した時には誰の利害を優先するのか。コーポレート・ガバナンス論はステークホルダー型理論で決着がついたわけでは決してなく、企業が解決をせまられている現実問題への接近が今後の課題となったように考えられる。

本稿では、株主と経営者のとの間には、それぞれの経済利益に相違が発生することを前提とし、経営者は必ずしも株主利益を最大化するような行動をとるとは限らないことから、経営者のインセンティブ制度設計に問題の所在を絞り込んで、狭義のコーポレート・ガバナンスの定義をもとに議論を進めていく。

コーポレート・ガバナンスを「株主・経営関係者と会社機関構造」とすることもできる。「企業統治」なる語によって、企業と利害関係者の関係について言及される場合には、その利害関係者の中に株主、経営者、取締役が含まれることになる。その点からも、企業統治を狭義には「株主・経営関係者と会社機関構造」とすることが適切であろう（出見世,1997）。また、コーポレート・ガバナンスとは、企業経営を常時監視しつつ、必要に応じて経営体制の刷新を行い、それによって不祥事の発生を防止していくためのメカニズムであり、業績向上させるために経営陣を選び、動機付けしていく仕組みであると定義されている（田村,2002）。次に、コーポレート・ガバナンスの視点から、株主と経営者との間に利害関係を調整する仕組みについて分析する。

### （3）経営者報酬とエージェンシー問題

コーポレート・ガバナンスの視点から、2つのアプローチがある。即ち、1つは株主の監督を通じて経営者の行動を規制する。もう1つは、巧みな報酬制度を通じて経営者を動機づけ、経営者を株主利益の実現にコミットさせるという仕組みである。しかし、株主が経営者の日々の業務をモニタリングするには多大なコストが発生する上に、高度に専門化した経営判断の是非を判断することも容易ではない。そこで、株主は、経営者が自らの利益に適った行動を選択するような、なんらかの仕組みを用意する必要がある。株主と経営者の間に存在するエージェンシー問題を解決する手段として、金銭的な利益を利用した合意の仕組み、すなわち、経営者報酬である。

現在の米国企業では、経営者報酬をめぐっては業績連動型報酬などにより経営者と株主の利害を一致させることである。ストック・オプションは、業績連動型報酬の1種があげられる。このストック・オプションは潜在的株式という性格を有することから、経営者を株主利益に一致させることが可能となり、経営者に株主の立場からの経営活動を行うことができるということがあげられる。従って、所有と経営の分離により生じたエージェンシー問題が解決されることが期待できる。しかし、ストック・オプションはダウンサイド・リスクがないので、経営者に非常にリスクの大きい投資を選択させる可能性がある。投資が成功すれば株価が上昇し、経営者も株主も価値創造を享受できる。一方、投資が失敗すれば、株価暴落への引き金となる。この場合、株主には大きな損失を被るが、経営者はストック・オプションが無価値になるだけで、特に失うものがない。したがって、ストック・オプションは、株主価値を破壊する投資を促進する恐れがある。

そして、近年、業績連動型報酬にはストック・オプション、譲渡制限株、ストック・オプション、パフォーマンス・プランなどの組み合わせが普及してきた。このような報酬ミックスは、ストック・オプションの保有による過度なリスク・テキングのインセンティブに対するリスク・コントロール機能が期待できる。即ち、株主価値の破壊につながるような、リ

スクが大きく採算のとれないような投機的な企業活動に対し、経営者の自社株保有による株主化のため、株主としての経営者に抑制的な誘引をもたらす。つまり、株主にとっては、潜在的な株式であるストック・オプションで経営者に企業の価値創造を駆り立てると同時に、自社株式保有により経営者を実際の株主にして、経営者に投機的行動を抑制させるという論理は意義がある。

しかし、米国における経営者報酬は1980年代から急激に高額化している。その変化は従来のエージェンシー理論では十分な説明ができない<sup>7</sup>。そこで、研究者は様々な要因を考慮し、より包括的な説明を試みようとして多くの研究が発表されてきた（中村,前掲書）。その1つはレント獲得説が取り上げられる。

経営者が高額所得の実体は、希少性に依拠するレント<sup>8</sup>である（ミルグロム・ロバーツ,1997）。現代の企業経営者、特に株式上場会社の経営者は、株主をはじめとして多様なステークホルダーのもと、グローバル化やITなどの技術パラダイムの変化といった複雑な経営環境を乗り越え、高い企業業績を示すことが求められている。これを実現するには優れた経営能力が不可欠になるが、優れた経営能力を持つ経営者は少ないのであって、経営能力が高い経営者ほど高額な報酬を得ることになるのであった（Graham et al,2011）。

だが、株主権が作用しないか、又は弱い場合には、経営能力に依拠しないレントを追求する活動、即ちレント・シーキング<sup>9</sup>即ちレント獲得が生じることも知られている（Bebchuk・Fried,2004）。レント・シーキングは経営者と株主とのエージェンシー問題である。このような経営者によるレント・シーキングを回避するインセンティブとして、現代の株式上場会社においては、企業業績を経営者の高額報酬と連動させる報酬ミックスが採られているのであった。優れた能力を持つ経営者は、その能力を発揮して、高い業績を実現することで、高額報酬としてのレントを享受することができるのである。

経営者が企業成果を高める努力をすることによって、プリンシパルである株主の利益追求に貢献するだけでなく、自らの報酬がその企業成果に基づいて配分されるために経営者の利益にも貢献し、利害の対立が小さくなる。しかし、このような経営者報酬では経営者が株主と同様のリスクを負う。従って、リスク回避を前提とする経営者の立場からは望ましいとはいえない。また、株主が経営者の行動を知ることが出来るのならば、このような経営者報酬は経営者に必要以上にリスクを負担させるだけで好ましいとはいえない。

## 5. おわりに

所有と経営が分離されている株式会社では、エージェンシー問題の解決が大きな課題となっている。本稿では、経営者報酬制度の性格を抑えたうえで、その生成過程を分析し、経営者報酬が企業者利得そのものから、単なる監督賃金へと形態を転換し、内容・形態ともに利潤部分を目指してきたことを明らかにした。また、米国企業経営者の報酬制度の現状に基づ



き、考察を展開した。そこでは、業績に連動したエクイティ報酬は経営者のインセンティブに対する特徴的な関係が見出された。

しかし、リーマンショックに象徴される米国発の世界的金融危機を受けて、米国企業の経営者が高額な報酬を受け取っていることに対する批判が高まっている。ただし、その批判の多くは必ずしも理論的根拠を持つものとはいえない。高額であることの是非を判断するためには、そもそもなぜ報酬が高額化したのか、あるいは高額であることにはどのような意味があるのかを明らかにする必要があるからである。従来から経済学においてはコーポレートガバナンスの分野において、経営者報酬に関する分析が行われてきた。しかし、米国における経営者報酬の高額化は1980年代から急激に進んだものであり、このような急激な変化は古典的エージェンシー理論では説明することが難しい。こうした状況において近年、1980年代以降の急速な報酬高額化を説明しようとする理論が示され、その実証研究も登場している。本稿ではこうした研究の動向を簡潔にまとめた。

今後の課題として、資本市場の健全化の流れと機関投資家をはじめとする株主の影響力の増大するに伴い、コーポレート・ガバナンスの改革のために、経営者報酬の透明性の向上を如何に図ることが求められることであろう。

## 【注】

- 1 Hall C.A. (1951) “Effects of Taxation, Executive Compensation and Retirement Plans” ,pp13-26を参照。
- 2 Belcher D.W. (1962) “Wage and Salary Administration” ,pp.522-526を参照。
- 3 リストリクテッド・ストック (Restricted stock) とは、自社の現物株式を経営者に直接付与する株式報酬制度の一種で、一定期間の譲渡制限を設定することにより、付与対象となる経営者に中長期の企業価値向上に向けたインセンティブ付けを行う仕組みである。「特定譲渡制限付株式」とも言われ、株式の付与にあたっては、「中期経営計画で定めた業績目標を達成すれば譲渡できる」といった条件がつけられるため、経営者に対するリテンション効果や株主目線での経営を促す効果が期待される。
- 4 アメリカの巨大株式会社（付加価値額上位）200社を分析対象とし、1929年当時のアメリカにおいて企業規模が巨大化するに伴い、少数の個人大株主から多くの個々人に株式が所有された小株主へと株式所有が移行したことによって、株式所有の分散、つまり企業経営に対する株主の発言権の分散化が生じ、企業の所有者である株主が経営を行う取締役を任免可能な株式を保有することが不可能となり、株式をほとんど所有しない専門経営者が実質的な経営の支配権を獲得することになったことを実証している。この株式を保有する企業の所有者による所有者支配 (ownership control) から、専門的知識を保持する、企業を実際に経営する者による経営者支配 (management control) への所有と経営の分離 (the separation of equity



ownership from management)、さらには所有と支配の分離によって、株主の目的と経営者の目的が相反した際に、株主がこれまで企業経営に及ぼしてきた監視やコントロールが機能不全となり、経営者が株主の利益から離れて自己の利益を追求するようになるのではないかという懸念から、コーポレート・ガバナンスに関する問題提起は派生した。

- 5 株主至上主義型ガバナンスとステークホルダー型ガバナンスに関する議論は、片岡信之(2004)「株主至上主義型ガバナンス論とステークホルダー型ガバナンス論」『龍谷大学経営学論集』44巻2号、1-11頁を参照されたい。
- 6 同上。
- 7 エージェンシー理論における最適報酬は、報酬を固定報酬とインセンティブ報酬に分けて考え、次の要因によって説明される。つまり、(1) エージェントの外部オプションの価値、(2) エージェントのリスク回避度、(3) エージェント努力に関するシグナルの分散、(4) エージェントの努力の限界費用の変化率、4つの要因である。(1) が固定報酬の水準を決定し、(2) から(4) がインセンティブ報酬の程度を決める。特に、(2) から(4) のインセンティブに関する要素は、各値が減少すると、最適報酬でより強いインセンティブが必要になる。経営者報酬が高額化した要因は、株式関連の報酬を中心にしたインセンティブ報酬である。エージェンシー理論の援用によってこれらの事実を説明しようとするならば、(2) から(4) のいずれか、もしくはすべてのパラメータが急激に減少した事実を見つけなければならない(中村, 前掲書)。
- 8 追いつかない技能や知識を備えた人材には通常高い報酬が支払われるが、それもまたレントを含んでおり、レントはそうした人材に対する希少性が続く限り、存続しよう。類まれな才能に恵まれた、あるいは才能を自ら育んだプロスポーツ選手やアーティストに支払われる巨額な報酬も同じである。そうしたスター達が他の職業に就いた場合に得られるであろう所得とスターとしての巨額報酬との差こそが、レントに相当するのである(武田,2010)。
- 9 レント・シーキングとは文字通り、レントを追求することになるが、この言葉を先駆的に取り上げたKruger (1974) は以下のように述べている。「多くの市場志向型経済において、経済活動に対する政府の規制は、紛れもない事実である。これらの規制は多様な形態のレントを発生させ、多くの場合、人々はこのレントを追い求めて競い合うことになる。そういった競争は、時には完全に合法的であるが、時には、レント・シーキングは、賄賂、汚職、密輸、そして闇市場といった形態をとる」(クルーガー,2002年,14頁)。

## 参考文献

- Acharya AV., and Volpin PF. (2010) "Corporate governance externality" , *Review of Finance*, vol. 14(1), pp.1-33.
- Belcher D.W. (1962) *Wage and Salary Administration*.

- Bebchuk LA., and Fried, JM. (2004) "Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation." Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Blair, M.M. (1995) *Ownership and control: Philosophic foundations*. Washington, DC: Brookings Institution Press.
- C.A.Hall,Jr., (1951) *Effects of Taxation, Executive Compensation and Retirement Plans*.
- Dicks, D., (2010) "Executive compensation, incentives, and the role for corporate governance regulation" , *Working Paper* (University of North Carolina).
- Frydman C. and Jenter, D (2010) "CEO compensation" , *The Annual Review of Financial Economics*, 2, pp. 75-102.
- Holmström B. and Kaplan SN. (2001) "Corporate governance and merger activity in the United States: making sense of the 1980s and 1990s" , *Journal of Economic perspectives*, 15(2), pp. 121-144.
- Hubbard RG. (2005) "Pay without Performance: a market equilibrium critique" , *Journal of corporation Law*, 30, pp. 717-720.
- Jensen, M.C (2000). *A Theory of the firm: Governance, Residual Claims and Organizational Forms*. Harvard University Press. p.137.
- Kuhnen CM., and Zwiebel J. (2009) "Executive pay, hidden compensation and managerial entrenchment" , *Working Paper* (Northwestern University).
- Manne , H.G. (1965) "Mergers and the Market for Corporate Control," *Journal of Political Economy* , 73 (2) , pp.110-120.
- Patton A. (1961) *Men Money and Motivation*. .
- Roberts David R. (1956)、*Executive Compensation*.
- Taussing F.W. and Barker W.F. (1925) *American Corporations and Their Executives*, *Quarterly Journal of Economics*,
- Adrian Cadbury (2003) 「Corporate governance and chairmanship」(日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム、英国コーポレート・ガバナンス研究専門委員会訳『トップマネジメントのコーポレート・ガバナンス』シュプリンガー・フェアラーク東京。)
- Berle A.A.and MEANS,G.C. (1932) *The modern corporation and private property* (北島忠男訳『近代株式会社と私有財産』文雅堂銀行研究社。)
- Burnham,J. (1941) *The Managerial Revolution: What is Happening in the World*, John Day. (武山泰雄訳 [1965]『経営者革命』東洋経済新報社。)
- アルフレッド・D・チャンドラー、Jr. (1977) (鳥羽欽一郎・小林袈裟治訳『経営者の時代 (上) (下)』東洋経済新報社。)
- 伊藤靖史 (2013)『経営者の報酬の法的規律』有斐閣。

- 大塚章男（2016）「役員報酬とコーポレート・ガバナンス—clawback条項を手掛かりとして—」『筑波ロー・ジャーナル』（21）、19-35頁。
- 岡村俊一郎（2013）「実証的エージェンシー理論の構造」『関西学院商学研究』第67号、関西学院、77-99頁。
- 片山伍一（1957）「アメリカ株式会社における経営者報酬の問題」『経済学研究』第23巻、第2号。
- 加護野忠男・砂川伸幸・吉村典久（2010）『コーポレート・ガバナンスの経営学』有斐閣。
- 久保克行（2010）『コーポレート・ガバナンス—経営者の交代と報酬はどうあるべきか』日本経済新聞社。
- 鈴木誠（2014）『経営インセンティブと資本構成』IT News Letter 9（3）、文教大学大学院情報学研究科、3-4頁。
- 菅野康雄（1981）『経営者報酬制度』千倉書房。
- 菅野康雄（1982）『経営者報酬制度の発達と構造』千倉書房。
- 出見世信之（1997）『企業統治問題の経営学的研究—説明責任関係からの考察』文真堂。
- 田村達也（2002）『コーポレート・ガバナンス』中公新書。
- 中村友哉（2013）「経営者報酬の高額化に関する研究動向」『FSAリサーチレビュー』（7）、1-25頁。
- 中井誠（2010）「近年におけるアメリカの役員報酬とコーポレート・ガバナンス改革」『四天王寺大学紀要』第50号、91-104頁。
- 吉田森（1996）『日本の経営・欧米の経営』放送大学教育振興会。
- 銭穎一（1995）「企業的治理構造和融資構造改革」『経済研究』第1号。

## **A Consideration on management reward and corporate governance**

CHEN, Chen

In recent years, it is pointed out that managers are increasingly inclined to receive high compensation in the United States. However, there are many uncertainties in the process of making remuneration decisions, and criticism is rising for expanding US management reward. Therefore, socially significant interests are gathering to the increase in management reward. With this background, restructuring of the optimal compensation system for managers has become an urgent issue from the viewpoint of corporate governance. The purpose of this paper is to analyze the basic character of management reward and track the generation process in order to clarify the significance role and functional change of management reward.

In this paper, firstly, we analyze the transition of management compensation system. Secondly, we will review the limitations of traditional agency theory and research on the rent acquisition theory which has become a recent issue. Furthermore, we clarify the relationship between managerial compensation and corporate governance as a means of solving agency problems.